

新春討論会―平成三〇年の経済展望

海津 政 信 熊谷 亮 丸
嶋 中 雄 二 高田 創

はじめに

増井理事長 皆様、新年明けましておめでとうございます。今年も、私も日本証券経済研究所をどうぞよろしくお願い申し上げます。

今日は、「新春討論会―平成三〇年の経済展望」と題して、証券界を代表するエコノミスト四名にお集まりいただき、今年の経済や市場の見通しについて語っていただくこととしました。私どもの研究所としては、昨年一月に続き二回目とな

ります。

昨年のこの会では、パネリストの皆様が、年末の株価を二万一〇〇〇円から二万三五〇〇円と予想されていました。結果的に、昨年の株価はほぼ予想されたとおりととなり、皆様方の鼻息も相当荒いのではないかと思います。

今日ご登壇いただいておりますのは、野村證券金融経済研究所の海津政信様、大和総研の熊谷亮丸様、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の嶋中雄二様、そして、今回初めておいいただきました、みずほ総合研究所の高田創様の四方でござ

います。

この後は、海津様に進行役をお願いしております。海津様、どうぞよろしく願います。

海津 皆様、明けましておめでとうございます。

昨年一月のこの場での見通しは、幸い概ね正しかったとおっしゃっていただきました。

しかし、今年は今年でさまざまなかがあると思いますので、この後、改めて今後一年間の展望について議論していきたいと思います。最初に、アメリカ、ヨーロッパ、中国など、世界経済の展望について議論し、その後、日本経済の展望を取り上げます。日本経済に関しては、二〇二〇年の東京オリンピック後の見通しについても議論したいと思います。この点は、来年、再来年と、オリンピックが近くなるにつれて、より深く議論していきたいと思っています。その後、こうしたファンダメンタルズの展望を踏まえて、年末に向けた

金融市場の見通しについて議論したいと考えています。

一、米国経済

海津 それでは早速、世界経済の中でも最も重要なアメリカ経済の見通しについてお聞きしたいと思います。熊谷さん、嶋中さん、高田さんの順に、今年から来年にかけてのアメリカ経済の見通しについて御発言をお願いします。

熊谷 熊谷でございます。よろしく願います。

今、世界経済について言えることは、「適温経済」であるということです。お風呂になぞらえますと、ちょうどよい湯加減の経済状態が続いています。この背景には、金融政策によってもたらされた人為的な側面と、構造的なものによってもた

らされた側面があります。「構造的」とは、グローバル化によって企業の寡占・独占が進むとともに、労働分配率が下がっており、企業が上げた利益の中で企業の取り分が増えていることです。

この結果、世界的に企業の収益が増大し、株価が上昇しています。他方で、労働分配率が低下しているために、消費が伸びず景気の過熱が抑制されています。

労働需給が逼迫し賃金が上昇しますと、インフレ懸念が高まり金融が引き締められて、景気の拡大が終わることになりかねません。しかし、今のところそのような状況にはなく、適度なペースで、緩やかな景気拡大が続いており、今年いっばいは、メイシナリオとしてこうした状態が継続する可能性が高いのではないかと見ています。

トランプ政権については、よい面と悪い面があります。

よい面を挙げますと、一つ目として、大型減税やインフラ投資などの景気刺激策が採られています。二つ目として、二・五兆ドルに上るアメリカ企業の海外留保利益の国内環流に優遇策が講じられ、ドル高、株高が生じやすい環境が生まれまし。三つ目として、ドッド・フランク法、ボルカールールなどの金融規制を緩和する方向で検討が進められています。四つ目として、共和党政権らしく、緩やかな金利上昇が志向されています。この結果、日米の金利差が拡大し、ドル高円安が進み、日本の株価も上昇する環境が生まれまし。た。

ただし、今年に関しては、もう少し慎重に見ていく必要があると考えています。今年も景気の拡大は続くと思われませんが、市場では、トランプ政権の政策の悪い面に関心が向く可能性が高いのではないかと思います。具体的には、双子の赤字、

アメリカがドル安カードを切ってくる可能性、地政学的リスク、保護貿易主義などが挙げられます。

資料8ページをご覧ください。アメリカは、過去、ドル高政策↓ドル安政策↓ドル安定化政策のサイクルを繰り返してきました。このサイクルは、基本的にはアメリカの経常収支、インフレ、金融市場の三つの要因によって決まってきました。現状、アメリカの経常収支と金融市場を見ますと、ドル高からドル安に移行する条件は満たされています。つまり、アメリカの経常赤字は拡大しており、金融市場は比較的安定しています。この後、段階的に利上げを進め、ある程度インフレが制御可能な状況が整えば、今年後半にも、アメリカがドル安カードを切ってくるリスクが意識されるようになるのではないかと思います。

以上、全体としては適温経済が続くと見られます。

すが、リスク要因として、特にアメリカのドル安カードを警戒する必要があると考えています。

嶋中 嶋中でございます。よろしくお願ひします。

資料14ページをご覧ください。図1において、実線はアメリカの景気動向指数・先行指数、点線はその前年比変化率を表しています。先行指数は、二〇〇九年六月以降、直近の二〇一七年一月まで上昇を続けています。

一九八〇年代以降、景気先行指数がピークアウトする局面が三回ありました。そこから景気後退が始まるまでの期間を見ますと、平均一六・七ヶ月となっております。この点を踏まえ、また、二〇一七年一月まで先行指数が上昇を続けていることを考慮しますと、仮にそこが景気先行指数のピークになったとしても、二〇一九年三月頃までは景気拡大が続く可能性が高いこととなります。

大変息の長い景気拡大になるように思います。

表1にありますように、戦後、アメリカでは、第一〇循環の「IT景気」と呼ばれる拡大期がありました。一九九一年三月から二〇〇一年三月まで、実に一二〇ヶ月にわたって景気の拡大が続きました。それに次ぐのが、第五循環の「黄金の六〇年代景気」と呼ばれる拡大期です。これは、一九六一年二月から一九六九年一月まで一〇六ヶ月続きました。時期的には、日本の高度成長期と重なっています。

そして、現在は、第一二循環の「オバマ・トランプ景気」とも呼ばれる拡大期に当たります。リーマンショックの後、二〇〇九年六月に始まり、二〇一八年一月までもう一〇三ヶ月続いています。この後、四月まで拡大が続けば、「黄金の六〇年代景気」の一〇六ヶ月に並ぶことになりません。戦後二番目に長い景気拡大はもう約束されて

いるような状況です。

IT景気を超えて戦後最長となることも、場合によっては可能ではないかと思えます。ここで注意を要するのは、外的ショックです。過去を振り返りますと、ボルカーFRB議長による強力な金融引き締め、湾岸戦争の勃発、同時多発テロの発生、サブプライムローン問題の発生など、過去の景気拡大は、ことごとく外的ショックによって強制的に終了させられてしまいました。今後につきましても、中東情勢、北朝鮮情勢などをはじめ、いろいろなリスクを念頭に置いておく必要があると考えています。しかし、そのようなことがなければ、二〇一八年一月月の中間選挙まで、アメリカの景気拡大が続くのではないかと見ています。

表3に、トランプ政権の税制改革の効果の試算結果を掲げています。今後一〇年間の減税額は、個人向けが八〇〇億ドル、法人向けが六〇〇〇

億ドル、その他も含め、一兆五〇〇億ドルと見積もられています。景気の拡大が続いている中で、このような大規模な減税を行いますと、経済にインフレ圧力が加わることになります。このため、二〇一八年は、FRBの利上げが少なくとも三回は行われることになると思います。その結果、今年前半までは、ドル高が進む可能性が高いと見られます。なお、今年後半になりますと、利上げのマイナス圧力が意識される中で、トランプ政権が戦略的にドル安政策を採る可能性があり、結果的に、ドルが下落する局面が出てくる可能性があるように思います。

今年のアメリカ経済は、減税政策の効果などもあり、三%成長が実現すると思います。ヨーロッパ経済も絶好調で、二%程度の成長が可能と見込まれます。中国も基本的には堅調で、二〇一七年一〇—十二月期と同様、二〇一八年は六・九%程

度の成長が見込まれます。外的なショックが起きなければ、二〇一八年の世界経済は順調に成長するだろうと見えています。

高田 みずほ総合研究所の高田でございます。この会には、今回初めて参加させていただきます。

先ほど嶋中さんがおっしゃいましたように、アメリカの景気拡大は、過去最長の一二〇ヶ月を超える可能性が高いと見えています。二〇一九年後半頃まで、あと一年半ぐらいは拡大が続くのではないかと思います。

嶋中さんがおっしゃったことに関連して、景気拡大が途切れるのは、単なる外的ショックではなく、景気が過熱した局面に外的ショックが重なるようなケースではないかと思えます。例えば、二〇〇一年三月以降の景気後退は、「ITブーム」が過熱したところで、FRBが引き締めを行ったことによって生じました。同様に、二〇〇七年一

二月以降の景気後退は、「サブプライムローンブーム」が過熱したところで、FRBが引き締めを行ったことによって生じたものです。

なお、今回の景気拡大局面では、従来の景気拡大期と比べ、あまり高揚感がないように思われます。少なくとも今のところは、「〇〇ブーム」「〇〇バブル」といった象徴的な名前がつけられるような状況ではありません。

最近はあまり使っていないのですが、ここ数年間、私どもは「三つのL」という言い方をしてきました。「低成長」「低インフレ」「低金利」の低温経済を表しています。この背景には、先ほど熊谷さんがおっしゃいましたように、企業の業績はよいが、それが労働者に均てんせず、賃金が上がらないという事情があります。企業に貯蓄がたまり、ISバランス上、企業部門が黒字になるような中で、景気が盛り上がり、低温状態が長く続

いています。「三つのL」のうち、低成長については、このところやや改善してきておりますが、他の二つの「L」に関しては、依然として後遺症が残っている状況です。

このような中では、中央銀行が見ている景気の温度計はなかなか上がってきません。このため、中央銀行のブレーキの踏み方も鈍いものとならざるをえません。FRBは二〇一五年一二月からブレーキを踏み始めています。今年は、四回利上げを行うだろうという見方もありますが、私どもは、二回か三回にとどまるのではないかと見えます。なお、ブレーキを踏むと言いつても、従来のように、意図的に景気を冷やそうとするような強い踏み方ではありません。こうした中、二〇一八年のアメリカ経済の成長率は、二%台半ば、場合によっては二%台後半近くまで行く可能性があるかと見ています。

なお、二〇一八年は、かなり経済状態がよい中で、さらに、大型の減税が行われることもあり、場合によっては、景気が強くなり過ぎ、過熱感が生じる可能性があります。そうなりますと、FRBのブレーキの踏み方(利上げ度合い)が強くなりますので、経済状態がよくなり過ぎることが、逆にリスクになるかもしれないと考えています。

海津 それでは、私からも、今後のアメリカ経済の展望について申し上げたいと思います。資料3ページをご覧ください。

アメリカ野村証券は、アメリカの実質GDP成長率について、二〇一八年が二・七%、二〇一九年が二・三%と予想しています。これまでの議論でも指摘されておりますが、賃金と物価の上昇率がかつての景気拡大期と比べて低いため、引き締め策はかなりマイルドなものにとどまっています。今年二月にイエレンFRB議長は退任し、パ

ウエル理事が新議長に就任します。今年は、新議長の下で、〇・二五%幅の利上げが、おそらく三回程度行われることになると思われます。今年末のFF金利が二・一二五%、物価上昇率が一・九%程度としますと、実質金利は〇・二%程度となります。FRBによれば、景気を冷やすでもなく、加速するでもない、いわゆる中立金利水準が実質で〇・五%程度とされています。したがって、一年間に三回利上げを行っても、実質金利水準は中立水準にとどまることとなります。その意味で、アメリカでは、二〇一九年も景気拡大が続く公算が高いと判断しているところです。

もう一つ、二〇一八年に税制改革が行われることで、二〇一八年と二〇一九年にそれぞれ〇・三%程度ずつアメリカ経済が押し上げられると見込まれます。一年前には、二〇一九年後半頃からアメリカ経済の減速があり得るかと思っていたの

ですが、利上げのスピードがゆっくりしていること、税制改革が実施されることなどを背景として、先ほど申し上げたように、実質GDPで、二〇一八年は二・七%、二〇一九年は二・三%程度の成長を見込んでいるところです。

図表2において、アメリカの通商政策を取り上げています。北朝鮮問題はアメリカの通商政策にもかかわっています。アメリカと中国の間の貿易摩擦は、本来、もっと先鋭化していてもおかしくありません。しかし、北朝鮮問題への対応に当たって、中国に一定の役割を果たしてもらいために、そこまで通商問題が先鋭化しませんでしたという状況です。

日本との関係でも、アメリカは、TPPに代えてFTAを進めたいと考えているはずですが、しかし、北朝鮮との関係もあり、日米同盟が揺らぐようなことがあってはなりませんので、通商政策に

関して先鋭的な議論はしにくい状況にあります。

このように、北朝鮮問題があるために、通商政策におけるランプ政権の負の主張がマイルドなものにとどまっている面があるように思います。

アメリカ、カナダ、メキシコのNAFTAについては、アメリカ野村證券のエコノミストは、これらの国が朝鮮半島から離れていることもあり、アメリカが離脱する可能性が五〇%程度であると予想しています。仮にアメリカがNAFTAから離脱し、WTOの協定税率に戻った場合、輸入関税は、乗用車やSUVに対しては二・五%、トラックに対しては二五%となります。日産自動車をはじめ日本企業がメキシコで生産している自動車は、ほとんどが乗用車とSUVです。したがって、野村證券の自動車アナリストは、仮に二・五%の関税がかかることになっても、日本企業にとって特段大きな問題になるようなことはない

見えています。

二、欧州経済・中国経済

海津 次に、ヨーロッパ経済と中国経済について議論していきたいと思えます。今度は、高田さん、嶋中さん、熊谷さんの順に御発言をお願いします。

高田 ヨーロッパの景気は、当初考えていたより、かなりよいというのが実感です。最近のPM I（購買担当者景気指数）を見ておりますと、予想以上に加速ができてきているように感じます。今は、アメリカや中国を含め、世界が全体としてよいことに支えられている状況です。特にドイツは外需を中心に好調です。その背景を考えますと、債務危機があったため、繰り越されてきた需要が盛り上がりつつある面があるように思います。

また、周辺国の金融市場もかなり安定してきました。た。

資料19ページの表にありますように、みずほ総研では、二〇一八年のユーロ圏の経済成長率は二・〇%と予想しておりますが、場合によってはもう少し上振れする可能性があると思われます。そのような中、ヨーロッパ中央銀行（ECB）も、二〇一七年一〇月に国債等の資産購入規模の縮小を決定するなど、量的緩和政策の出口に向かいつつあります。場合によっては、政策金利の見直しに向けた動きが生じる可能性もあるように思えます。こうした動きがユーロ高をもたらすリスクに留意する必要があります。

一方、中国ですが、二〇一六年の後半から二〇一七年にかけて、中国の景気拡大が世界経済を支えてきました。よく取り上げられる李克強指数を見ましても、二〇一六年から急速に改善してきて

おり、二〇一七年後半以降においても比較的高止まりした状況にあります。

二〇一七年一〇月の中国共産党大会以降、習近平氏は強大な権力を手にすることになりました。今は、そうした強い基盤を背景に、過剰生産能力を正常化する方向に舵を切ろうとしているところだと思えます。このため、二〇一八年の中国の経済成長率は、二〇一七年の六・九%からやや低下していくと見えています。もつとも、急な成長の減速で世界を震え上がらせるといふより、エンジンブレーキをかけるような形でゆるやかに減速させていくと考えた方がよいと思えます。

これらを含め、世界経済全般を見ますと、アメリカはよい、ヨーロッパもよい、中国も世界の足を引っ張る状況ではないため、世界レベルで見ても、ある程度安定的な状況が続くと見られます。

嶋中 高田さんがおっしゃったように、今、ユー

ロ圏経済は想像以上のレベルにあり、しかも加速がついている状況です。製造業の景況指数は、五〇を境にして、それを上回っていれば好転していると見られます。ユーロ圏では、二〇一七年一二月に、統計開始以来、最高の六〇・六を記録しました。いずれこれがピークアウトすることは避けられません。五〇を下回って景気弱含みになるまでには、まだ相当の時間がかかるように思えます。ヨーロッパの景気拡大は、今年いっぱいには持続することが予想されます。今年は二%程度の成長をしたいと思いますし、それを超える可能性も十分にあると思っています。

なお、物価はそれほど上昇しているわけではありません。二〇一七年一二月のCPI（エネルギーを含む）上昇率は一・四%程度にとどまり、二%の目標までまだ遠いという状況です。

ドラギECB総裁は、ユーロ高が進むことを警

戒して、はつきりと金融緩和を終わらせるとは言いません。そのような中で、ECBは、二〇一八年一月から量的緩和の規模を半減させました。具体的には、資産購入額をこれまでの六〇〇億ユーロから三〇〇億ユーロに削減しました。二〇一八年一〇月からはテーパリングを進めるとされています。

私は、原油価格がかなり上がっているということもあって、二〇一八年は世界の物価がかなり上がってくるのではないかと感じています。景気がよくて物価が上昇してくるということになりますと、ECBは、年末にも、中銀預金金利のマイナス幅を〇・一%程度削ろうとするかもしれないですね。

このようなヨーロッパの好調を背景に、最近、中国の輸出もかなり好調になってきています。中国の主たる輸出先はヨーロッパですから、ヨー

ロッパの景気がよいと中国の景気もよくなるという好循環が見られます。李克強首相によれば、二〇一七年一〇―一二月期の経済成長率は六・九%であったということですが、二〇一八年も六・九%程度の成長が維持されると思っています。

中国に関しては、住宅価格の落ち込みが懸念されてきました。例えば深圳では、二〇一六年六月頃、住宅価格は前年比六〇%を超えて上昇していました。その後、マイナスに転じましたが、二〇一七年一〇月、一月にはマイナス幅が縮小し、下げ止まりの動きが出てきています。北京や上海でも、住宅価格は下落していますが、どんどん下落するという状況ではなくなっています。その背景として、住宅販売（床面積）のマイナス幅が縮小してきていることがあります。住宅販売が持ちこたえているために、住宅価格の落ち込みも限定的なものにとどまっている状況です。

中国経済に関しては、中国経済景気観測センチターが景気先行指数を作成しています。この指数は、二〇一七年一月まで上昇が続いており、景気はこれから改善していくというサインが出ています。中国共産党大会が終了した後、二〇一八年は、中国の景気は失速するのではないかと言う人がたくさんいました。しかし、中国経済は、意外にしぶとく、粘り腰を発揮して、二〇一七年と同程度の成長を続けるのではないかと思います。

中国国家統計局の製造業PMI、メディア企業の財新の製造業PMIを見ますと、いずれも、五〇を少し上回る程度になっています。この水準は、アメリカやヨーロッパに比べると低いのですが、これから中国の景気が改善していくことになりますと、世界経済は全体として好調が続くことになるのではないかと思います。

熊谷 私は、今、経済同友会で中国委員会の副委

員長を拝命しています。二〇一七年一月上旬に経済同友会のミッションに参加して中国を訪問してきました。結論的に申しますと、中国経済は、中長期的にはいろいろな問題を抱えているが、当面、総じて底堅い状態が続くのではないかと印象を持ちました。今回の訪問では、一带一路の現場の物流拠点なども見学しました。重慶からヨーロッパに向けて、四一両編成の列車が一日一本位のペースで出ていました。

中国経済は猛スピードで変わっています。日本でもシェア自転車が話題になっています。中国では、二〇一七年に入ってからシェア自転車が本格化し、業者は夏に一〇社まで増えました。その後、淘汰が進み、今はもう二社しか残っていません。要するに、日本では、五年から一〇年かけて進むであろう、市場拡大と淘汰を、わずか一年以内に終えているわけです。競争を勝ち抜いた業者

は、今、日本に押し寄せてきています。

中国経済は、完全に二極化しており、国有企業が非常に弱い一方、宇宙やITなど最先端の分野において、世界レベルでもかなり強い企業が育ってきています。例えばファーウェイは、世界有数の携帯電話会社です。同社は、今、日本に拠点を設置し、日本企業の二倍程度の初任給を支払って、新卒の日本人を採用しています。また、優秀な技術者の中途採用に当たっては、二〇〇〇万円、三〇〇〇万円の給料を支払っているようです。

中国経済の弱い面に関連して、資料10ページをご覧ください。左のグラフは、家計と企業を合わせた債務のGDP比の推移を表しています。今、中国では、この比率は二〇〇%を大きく超えており、民間債務が大幅に積み上がっている状況です。右のグラフは、部門別債務の推移を表してい

ます。ここからも明らかのように、非金融法人の債務が急速に積み上がってきていますが、この内、八割程度が国有企業であると言われていきます。すなわち、国が負っている債務はGDP比で四〇%程度ですが、これに国有企業の債務を合わせますと、公的な債務のGDP比は、一八〇%程度まで膨らんできています。日本の公的債務のGDP比が二二〇%ですから、中国の公的債務は、ほぼそれと遜色がないところまできているのです。直ちに、これが大きな問題になることはないと思いますが、将来的には、早ければ向こう三年から五年ぐらいのところ、大幅な調整のリスクがあると考えています。

ヨーロッパについて一言だけ申し上げます。資料9ページで整理しておりますように、BREXITはイバラの道であり、これから、もう一度マーケットが動揺するリスクを警戒しなければな

らないと考えています。

この表で御注目いただきたいのは右端の欄です。離脱に当たって、イギリス国民が理想としているのは、単一市場へのアクセス、単一免許制、EU法制定への参加、独自の通商政策が認められる一方、EU予算への拠出、人の自由移動は求められないという姿です。しかし、表の左の方で整理した、ノルウェー型、スイス型、トルコ型、カナダ型のいずれにおいても、イギリス国民が理想としているような、いいところ取りの仕組みは実現していません。理想と現実のギャップは非常に大きいと言わざるをえないでしょう。

私は、二〇一七年秋にヨーロッパを回ってきました。そこで実感したのは、BREXITの交渉は事実上暗礁に乗り上げつつあり、これが再度世界のマーケットを揺さぶるリスクが存在するということだと思います。この点を常に頭の片隅に置いておく

必要があります。

結論として、今、特にヨーロッパ大陸諸国の経済は改善してきておりますので、メインシナリオとしては、ヨーロッパ経済の拡大が見込まれますが、BREXITについては大きなリスクがあり要注意だと思います。

海津 私から、一つつけ加えさせていただきます。

私も三人の方と同じように、中国経済は短期的には、来年頃まで含めて、多少の減速はあるとしても、世界経済の足を引っ張るようなことにはならないと見ています。

資料4ページの図表3をご覧ください。ここに、「共産党大会と連動する中国の景気循環」のグラフを載せています。鄧小平の改革・開放路線が始まった一九八〇年代から、中国の経済成長率は、中国共産党大会が開催される年が最も高く、その

後少しづつ減速する傾向が見られます。これを見ますと、二〇一八年以降、景気が加速していくというよりは、むしろやや減速していくことになる可能性があるのではないかと思われれます。

もう一つ、習近平国家主席は、二〇一七年一月の中国共産党大会において、一九四九年の建国から一〇〇年後の二〇四九年には、中国はアメリカをしのいで世界最大の経済強国になると言いました。しかし、国有企業改革にはほとんど手をつけず、政治改革も行わないで、世界最大の経済強国を実現しようとするには無理があります。中国経済は、当面、それほどひどく減速することにはならないと思われる一方、今のような政策を続けておきますと、いずれ中国の潜在成長力が落ちてくることは避けられません。この点は、やはり頭の片隅に置いておいた方がよいのではないかと思います。

三、日本経済

海津 次に、日本経済の展望に進ませていただきます。

今度は順番を変えて、熊谷さん、高田さん、嶋中さんの順に御発言をお願いします。

熊谷 日本経済は緩やかな景気の拡大が続くと思います。二〇一八年は、アメリカ、ヨーロッパ、中国などを含め、世界経済が着実に拡大していく状況です。このため、日本の輸出はこれからも好調が続けることが見込まれます。また、国内需要についても、個人所得の増大が見込まれ、これが消費にプラスの影響を及ぼすことが考えられます。この結果、内外需が比較的バランスのとれた形で、緩やかな景気の拡大が続くと予想しています。

なお、個人所得に関連して、一人当たり実質賃金が概ね横這い圏で推移していることがよく批判されます。しかし、マクロ経済にとって重要なのは、一人当たりの賃金に雇用者数を掛け合わせた、総雇用者報酬です。物価の変化を織り込んで、総雇用者報酬を実質化したものを見ますと、足下で前年比二・七%の増加となっています。安倍政権が経済界に要請している3%の賃上げは、確かに高いハードルではありますが、絶対に無理だというほどのものではありません。3%の賃上げを実現すべきであるし、十分達成可能であると考えています。

それに関連して重要なのが、労働市場の改革です。経済の七割を占めるサービス業において、日本の生産性はアメリカの五割程度にとどまっています。これをアメリカ並みに増やすことができれば、計算上、日本のGDPは二百数十兆円の規模

で増加することになります。しばしば農業の改革が必要と言われますが、日本の農業の規模は、GDPベースで五兆円から六兆円程度にすぎません。仮に農業の生産性を三倍に増やしたとしても、日本の農業の規模は、せいぜい一〇数兆円程度しか増えません。成長戦略の中で、労働市場の改革こそが、宝の山であるということを強調したいと思います。

資料11ページをご覧ください。ここでは、過去数百年間の資本主義の歴史を表しています。同じように資本主義と言いますが、資本家が大事にされる仕組みと、労働者が大事にされる仕組みがあります。これを横軸で表しています。資本主義は、過去数百年間、左の資本家重視の方に振れたり、右の労働者重視の方に振れたりしながら推移してきました。縦軸は時間軸を表しており、上が昔を、下が最近を表しています。

この図において、資本主義三・〇は、一九七〇年代から始まったレーガン・サッチャーの新自由主義以降の時代を表しています。その後、二〇〇〇年代に入つて、いわゆるグローバル資本主義が加速し、株主の短期的な利益が過度に重視されるようになりました。

しかしながら、ボルタンスキーが資本主義四・〇と言っておりますが、これからは、右側の労働者重視に向かう動きが出てくるのではないかと思われまます。その背景として、A Iが発達すれば、人間の創造性や対人関係能力など、A Iで代替されない能力こそが、企業の付加価値の源泉になることが挙げられます。もう一つ、マイナス金利の状態が続いていることから明らかにように、相対的に見てお金の価値が落ちていきます。マイナス金利であっても、誰もお金を借りて、使おうとは思わない状況になっているのです。

さらに重要なポイントとして、これまででは、株主と労働者が対立しており、どちらかがよくなるどどちらかが悪くなるというゼロサムの関係にありました。しかし、今後は、働く人を大事にし、社員が健康な会社は、企業収益も高く、株価も高くなる、すなわち、労働者を大事にすることこそが、新たな価値を生み、株主にとつても利益になるような、新たな資本主義のステージに入つていくと考えられます。

このような過去数百年間の文脈を踏まえて、労働市場の改革を断行することができるかどうか問われています。単に労働者に「給」を提供するだけでなく、労働市場の流動化促進といった「ムチ」をバランス良く用意することも重要です。判例の四要件で、会社が事実上潰れる直前までリストラができないという状況を是正し、景気がよい時に、伸びている分野に円滑に人を移せるよう

な、攻めのリストラができる環境を整備する必要
があります。このようなことも含めて、労働市場
の抜本的な改革を行うことができれば、日本はも
う一度資本主義のフロントランナーに躍り出るこ
とが可能になるでしょう。これこそが、日本のG
DP六〇〇兆円を実現する上で最大の鍵になると
考えています。

高田 日本経済は、今年、ある程度よい流れに
入ってきたというイメージを持っています。

資料20ページに、「日本に『真の夜明け』は来
るのか』『雪の世界』から『普通の国』へ」とい
う表題を掲げています。このグラフは、株式時価
総額の推移を表しています。一九八〇年代は、
「ジャパン・アズ・ナンバーワン」と言われる、
日本にとって我が世の春とも言うべき時代でし
た。

その後、バブルが崩壊し、長期停滞の時代が続

きました。海外経済が右肩上がりでも推移する中
で、日本は、「雪の世界」とも言うべき、世界か
ら隔離されたような状況にありました。この間、
資産デフレと超円高が進む中で、日本企業はバラ
ンスシート調整を図り、持たない経営を推進しま
した。バランスシート上、資産と負債の両面で圧
縮を図りました。一方、超円高の中で価格を上げ
ますと、市場を取られてしまいますので、勝ち残
るためには価格を上げるわけにはいきません。こ
のため、企業は、賃金の引き下げ、リストラな
ど、コストの圧縮を図ってきました。

持たない経営の推進とリストラでのコストの圧
縮は、個別の企業行動としては合理的なことす
が、マクロ的に見ますと、デフレ均衡に陥ること
が避けられません。これが一〇年、二〇年と続き
ますと、企業のマインドも、これを当然のことと
して大きく変質する進化をとげることになりま

す。

二〇一二年暮れに安倍政権が発足し、アベノミクスへの取り組みが開始されて以降、先ほど申し上げた超円高と資産デフレが緩和されてきました。それに伴って、企業の行動が変化してもよいわけですが、過去二〇年かかって形成されたマイルドセットは、なかなか元に戻りません。アベノミクス開始後、五年が経過し、そろそろマイルドセットの雪融けがあるかどうかというところまで来ているように思います。

この図で、二〇一二年以降の時期について、「普通の国」と書いています。日本が、一九八〇年代のバブルの状況に戻るようなことはとても考えられません。しかし、世界経済がある程度拡大するのであれば、日本が「雪の世界」を脱して、世界経済の拡大に乗っていくことは可能ではないかと考えられます。もちろん、世界が低下すれば

日本も低下することはありますが。なお、これが「真の夜明けか」どうかについては議論の余地はありますが、少なくともそのような議論ができる局面に入ってきたのではないかと考えています。

具体的に申しますと、一つは、バランスシート調整の圧力が融けてきていることです。このため、企業の投資や消費を含め、内需にプラスの影響が出てきています。株式や不動産の価格上昇に伴う資産効果もあり、企業の投資や消費は、比較的底堅く推移していくと思われれます。製造業の現場で、省力化投資を含め、投資が進んできていることは、皆さんも御承知のとおりではないかと思っています。

もう一つ、賃金は、「雪の世界」の名残りがありますので、それほど上がりやすい環境にはありません。しかし、企業業績が改善してきておりますので、今年の春闘において、昨年以上に賃金が

引き上げられることは間違いないでしょう。これに伴って、企業収益の拡大が賃金に均てんする可能性が出てきているように思います。

さらに、世界経済の環境がよいことを背景に、輸出も、二〇一八年、一九年と底堅く推移する可能性が高いと見られます。海外要因に関し変動リスクがあることは否定できませんが、過去のように、海外がよいのに、日本だけが落ち込むようなことはないように思います。

このような点を受けて、日本は、「雪の世界」から「普通の国」に戻ることができるのではないかと、これが日本に関する私どもの全体感です。みずほ総研では、二〇一八年の日本の経済成長率を一・四%と予測しています。二・三%のアメリカに比べますと、見劣りするわけですが、そうは言いません。日本の潜在成長率が1%に届くか届かないかであることからしますと、1%台半ば近

い水準は、かなりよい出来ではないかと考えています。

嶋中 最初に安倍政権のGDP六〇〇兆円目標について申し上げます。二〇一六年度の日本の名目GDPは五三九・三兆円でした。これを起点に年率二・七%で成長を続ければ、二〇二〇年度に六〇〇兆円に到達することができます。その意味で、GDP六〇〇兆円はそれほど無理な目標ではなく、現実にも達成可能と私は考えています。

次に、どうすればこの目標を達成できるかが問題です。これまでは、日銀の量的・質的金融緩和がかなり効いたと見られます。資料15ページをご覧ください。図1は、私が、二〇一三年三月一九日に作成したレポートの推計を二〇一七年まで延長したものです。黒田氏が日銀総裁に就任し、大きな政策転換が行われる前に行ったものです。ここで、実線は、一年半先行させたマネタリーベース

のトレンド、点線は名目GDPのトレンドです。

ここから、マネタリーベースを増やすと、タイムラグを伴って、名目GDPが増えていくという関係が見られることがわかります。マネタリストのミルトン・フリードマンは、マネタリーベースによって制御されると考えられる、マネーストックと名目GDPの間に密接な関係があると指摘しました。マネタリストの考え方が、現実によって裏付けられているように思います。

当時の推計では、二〇一五年一―三ヶ月までに平残ベースで二五九兆円までマネタリーベースを増やせば、その時点で三％の名目成長率が達成できると見ていました。実際、二〇一五年度は、名目成長率が三％に達しました。

この間、二〇一四年四月の消費税率引き上げ、二〇一五年の中国経済の失速など、さまざまな出来事がありました。名目GDP成長率に関して

申しますと、期待されるパフォーマンスを実現しているのではないかと思います。今の景気拡大は、イザナギ景気の五七ヶ月を超えて、六三ヶ月まで来ている状況です。

図2は、公共投資の前年比推移を表したものです。公共投資は、二〇一三年度、名目・実質ともに大幅に伸びたのですが、その後、フォローがなされず、表2のとおり、二〇一四年度、一五年度は、実質伸び率がマイナスになってしまいました。二〇一六年度以降、実質公共投資の伸びがプラスに転じたこともあって、景気が若返ってきたという状況になっています。今後、アベノミクスの役割分担が、第一の矢の金融政策から、第二の矢の財政政策にシフトする可能性があるのではないかと思います。

表3は、アベノミクスの前後における各種の経済指標を比較したものです。ここから、アベノミ

クスの下で異次元金融緩和が行われたことによつて、円高から円安方向への転換が進み、企業収益が大幅に改善した結果、株価が上昇するとともに、雇用が拡大する効果もたらされたことがわかります。

そのような中で、物価が上昇しなかったのは、一にかかつて、原油価格が下落したことによるものです。すなわち、二〇一四年六月に一バレル一〇七ドルであったWTIは、二〇一六年二月には二六ドルまで下落しました。このような中で、二%の物価上昇率を実現することは無理と言わざるをえません。WTIは、最近、一バレル六四ドル台まで戻ってきています。私は、二〇一九年度に、二%のインフレ目標を達成することは十分可能と見ておりますが、原油価格の動向次第では、二〇一八年度後半にも、物価上昇率が二%に届くこともありうるのではないかと考えています。

その背景にある事情を取り上げたいと思います。図3は、日銀と内閣府がそれぞれ推計している需給ギャップの推移です。日銀の推計によりますと、二〇一七年七月九月期の需給ギャップはプラス一・三五%とされています。需要が供給を上回った状態です。また、二〇一七年一月の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）は〇・九%となっています。原油価格上昇などを背景に、これが二%に迫っていくことが見込まれます。さらに、GDPデフレーターや単位労働コストは、いずれもプラスに転じています。

以上で申し上げてきたとおり、デフレ脱却の条件が満たされてきておりますので、今年のいずれかのタイミングで、政府がデフレ脱却を宣言してもおかしくないのではないかと思います。アベノミクスの下で、金融政策、財政政策、成長戦略への取り組みが進められてきましたが、海外経済に

も支えられて、取り組みの成果がかなり出てきているというのが現状であると思います。

海津 私からも、日本経済の展望について、少しつけ加えさせていただきます。

資料4ページをご覧ください。図表4に、日銀短観業況判断D Iの推移を掲げています。今回の景気拡大局面の大きな特色は、「大企業・製造業」「大企業・非製造業」「中小企業・製造業」に加え、「中小企業・非製造業」も水面上に顔を出していることです。このことから、今回の景気拡大局面では、好況の裾野が広がっているということができると思います。

消費を占う上で重要な賃金については、資料5ページの図表5をご覧ください。野村証券のエコノミストが行った賃上げの推計によれば、二〇一八年の春闘において、三％程度の賃上げが行われてもおかしくないとされています。二〇一三年以降

で賃上げ率が最も高かったのは、二〇一五年の二・三％でした。今回は、それを超えて、二・五％から三％程度のところまで賃上げが進むのではないかと見ているところです。

需要面では、輸出と設備投資が非常に強い中で、消費もある程度活発化してくると見ています。実質成長率の見通しに関し、野村証券は、二〇一七年度が一・九％、二〇一八年度が一・二％と予測しておりますが、私は個人的には、二〇一八年度は一・五％前後まで行ってもよいのではないかと考えています。

なお、企業の業績とも関係してくるのですが、技術革新が経済にプラスに効いてきているように感じています。IoTの進展やビッグデータの活用とも関連しますが、このところ半導体の設備投資が極めて強い状況です。今やグーグルやフェイブックなどが、おびただしい情報を集めていま

す。集積される情報量は年率四〇%のペースで増えていきます。結果的に、情報を蓄積するサーバー、さらにそれを設置するデータセンターがどんどん増えていきます。このような中、ハードディスクを使うのには限界が出てきており、半導体への置き換えが進んでいます。これに伴って、半導体のスーパーサイクルが生み出されています。

また、中国で人手不足が進み、省力化投資が増加してきているため、日本の工作機械やロボットへの需要が拡大しています。

四、中長期的な日本経済の見通し

海津 ここから、中長期的な日本経済の見通しを取り上げたいと思います。まず、私の意見を申し上げた後、皆さんの意見を伺います。

資料5ページの図表6をご覧ください。これは、

日本の潜在成長率の実績と予測を表したものです。二〇一七年暮れに、野村證券経済調査部が「日本経済中期見通し二〇一八」を出しました。

ここでは、標準シナリオ、アップサイドシナリオ、ダウンサイドシナリオの三つの潜在成長率の予測を出しています。先ほど申し上げたような技術革新の要素を踏まえますと、私は、アップサイドシナリオが十分成立し得ると考えており、図表6では、あえてアップサイドシナリオを掲げています。これによりますと、二〇二一年から二〇二五年までの五年間の年間潜在成長率が〇・九%になるといいう数字が出てきています。

二〇二〇年の東京オリンピック・パラリンピックが終了した後、日本経済は、労働投入量が減少することなどで、かなりの低成長に見舞われるのではないかと一般的には考えられています。しかし、そうとも言えないのではないのでしょうか。潜

在成長率の内、TFP（全要素生産性）は技術革新の要素を表しています。これがかなり大きくなっていく可能性があります。設備投資等の資本投入は、潜在成長率を押し上げていくと見られます。労働投入量の減少は、女性やシニア層の労働参加によってある程度緩和されるでしょう。したがって、二〇二〇年を超えても、日本経済がそう悪くならない可能性もあるのではないかと考え始めているところです。

建設担当のアナリストによれば、技能工の不足などで、二〇二〇年までに完遂できない建設プロジェクトがあるため、二〇二〇年以降にかなりのものが持ち越されるだろうと言われています。中央リニア新幹線は、二〇二〇年以降、本格的な土木工事が進められる予定です。このため、東京オリンピック・パラリンピック後も、それほど建設需要が落ち込むようなことにはならないと考えて

よいのではないかと思えます。

この後、今の私の問題提起に関し、皆さんから一言ずつコメントをいただきたいと思えます。熊谷さん、嶋中さん、高田さんの順にお願いいたします。

熊谷 政府では、今、働き方改革への取り組みが進められています。その一環として、二〇一九年度以降、強制的に労働時間の上限が設けられることになっています。この規制が適用されますと、日本経済全体で、一ヶ月当たり三・八億時間の労働時間が減ることになり、これに伴って、所定外給与が八・四兆円減ってしまう計算になります。この減少幅は、個人所得の三%程度に相当します。

所定外給与の八・四兆円減少を、別の形でカバーできるかどうかが問題になります。例えば、残業時間がゼロから二〇時間で、従来あまり残業

していなかった人たちが、一ヶ月当たり三〇時間まで残業したとしますと、それで補えるのは四・一兆円程度です。その他、男性の就業者が増えた時、女性の就業者が増えた時、高齢の就業者が増えた時など、それぞれの場合でどの程度給与が増えるかを計算することができます。こうした計算を行って得られた結論は、八・四兆円の所定外給与の減少を補うためのハードルはかなり高いということです。

今後、労働生産性上がり、それに伴って賃金が上がっていく環境が整わない限り、残業規制によつて経済に悪影響が生じることは避けられないように思います。この面に対する対応をしっかりと取っていくことが必要ではないかと考えています。

そもそも賃金はなぜ伸びないのでしょうか。これは、日本企業のビジネスモデルや日本社会のあ

り方など、相当根深いところに原因があると考えられます。今、派遣社員など非正規雇用については、労働需給が逼迫していることを背景に、賃金は上昇しています。他方、正規社員の賃金が低迷しているのが実情です。

その背景の一つが、日本では労働の流動性が低いことです。正規社員の賃金を一旦上げますと、将来、景気が悪くなっても、なかなか下げられません。また、正規社員をリストラすることは極めて困難です。このため、目の前の景気がよくなっても、企業は、なかなか正規社員の賃上げに踏み切ることができません。このような状況を変えるためには、労働の流動性を高めていくことが必要になってきます。

もう一つ、日本企業のビジネスモデルのあり方に関連して、世界一のサービスを提供しているにもかかわらず、適正な対価を得ていないことが挙

げられます。日本の奥ゆかしいビジネスモデルを改め、サービスに対して適正な対価を得るようにしていく必要があります。そのための起爆剤がいわゆるIRです。私は、昨年四月以降、政府のIR推進会議の有識者委員を拝命しています。IRとは、カジノなどを含む統合リゾートのことで、ここに外国人を呼び込むことによって、サービスに見合った対価を得るビジネスモデルを作っていくことが重要となります。

嶋中 TFPの上昇によって、潜在成長率が上昇するであろうという海津さんの御指摘に同感です。

今年の春闘では、賃金の引き上げも期待できると思っています。二〇一七年度は、消費者物価が優にプラスになっています。春闘における賃上げ率は、過年度の物価上昇率、企業収益、有効求人倍率に基づいて決まってきました。このため、今

年はかなりの賃上げが期待できると思いますが、それが二%になるのか、三%になるのかを見通すのは難しいところがあります。

資料17ページをご覧ください。ここで、日本経済が二〇一七年から一八年にかけてゴールデン・サイクルに入っているということを申し上げたいと思います。今年はいよいよ景気が成熟化してきます。クリーンアップの一角を占める設備投資や個人消費は非常に好調に推移すると予想しています。

図1は、名目設備投資のGDPに対する比率のトレンド偏差で見た、日本経済の複合循環を表しています。一八八五年以降の日本経済を振り返りますと、四・九年の短期循環（キッチン・サイクル）、九・六年の中期循環（ジュグラー・サイクル）、二五・六年の長期循環（クズネッツ・サイクル）、五六・五年の超長期循環（コンドラチェ

フ・サイクル)が観察されます。私は、この四つがすべて上向きの状態を指して、ゴールデン・サイクルと呼んでいます。

これまでも、一九〇四〜一九〇五年の日露戦争景気、一九一六年の第一次世界大戦景気、一九五六〜一九五七年の神武景気、一九六〇年〜一九六一年の岩戸景気、一九六七年〜一九六九年のいざなぎ景気の際に、四つの波が全て上昇するゴールデン・サイクルが実現していました。最後のゴールデン・サイクルから五〇年経って、今再びゴールデン・サイクルが戻ってきました。今年は明治一五〇年に当たりますが、明治一〇〇年の一九六八年がたまたまいざなぎ景気の時代でした。

二〇一九年には消費税率の引き上げが予定されていますが、短期循環は二〇一九年まで上昇するのではないかと思えます。二〇二〇年の東京オリピックに向けた建設工事は、それまでに完了す

ることになるでしょう。このため、二〇二〇年までは景気拡大が見込まれますが、その後、二〇二一年にかけて、昭和四〇年不況に似た景気後退が来るのではないかと見ています。

その先、二〇二四年に再びゴールデン・サイクルが到来すると見込まれます。つまり、今回は、短い間隔を置いて、ゴールデン・サイクルが二度やってくるという楽しみな展開になるわけです。潜在成長率も、やや長い目で見ますと上昇していくことが期待できます。

なお、日本では、今後の人口減少が注目されています。今後、人口が減少することは避けられませんが、総人口に対する生産年齢人口の比率に着目しますと、二〇一四年から二〇二六年頃までは、相対的にマイナス幅は小さく、それほど悪くない局面になると見られます。この間に、高齢者、女性、ロボットの活用など、その後の厳しい

局面を見越した対応を図っていく必要があります。また、外国人労働者の問題についても検討しなければなりません。

高田 二〇二〇年以降、日本経済がどうなるのかと聞かれることがよくあります。今後、日本の人口は減少していきます。東京オリンピックが終われば、建設需要も減少すると見る向きが多いように思います。インバウンドの旺盛な消費も、いつまで続くかわかりません。このような事情もあつて、二〇二〇年代はかなり厳しくなるだろうと感じる人が多いようです。

みずほ総研では、昨年、今後一〇年間の中期展望を公表しています。それによりますと、少なくとも二〇二〇年代前半は、それほど悪くないというシナリオになっています。

先ほど嶋中さんもおっしゃいましたように、日本では、二〇〇八年から人口が減少しています

が、生産年齢人口に関しては、二〇二〇年代前半は減り方が非常になだらかで、猶予期間とも言えるべき時期に当たります。もちろんプラスとは言えませんが、言われているほど悪くないというのが、実際のところではないかと思えます。

建設需要についても、いろいろな試算を行っています。今、インフラ分野でかなりビンテージが上がっています。ビンテージが上がったインフラを更新するための、いわゆる更新需要を考慮しますと、二〇二〇年代前半は、建設需要もそれほど悪くないのではないかと思えます。この点に関連して、現場の方々のお話を伺いまして、人手不足などで、二〇二〇年までに手がつけられなかった工事に着手するなど、二〇二〇年以降も建設需要は意外に堅調だというのが実感です。むしろ、供給力不足で、十分に需要に対応できなくなる方が心配だという見方もあります。

インバウンド消費が減少する懸念については、過去のオリンピックの例を見る限り、オリンピック終了後も、インバウンド消費が伸びているのが実情です。アジアの中進国の人々は、所得水準が上がるにつれ、繰り返し日本にやって来ます。このように、リピーター性が強いこともプラス材料と言えましょう。

また、アジアの成長、第四次産業革命の潮流などは、今後とも続いていくでしょう。加えまして、バブル崩壊以降の三〇年近くに及ぶバランスシート調整の圧力もだんだん癒えてきている状況です。

以上を総合して、二〇二〇年代後半以降については、やや慎重な見方が必要になりますが、少なくとも、二〇二〇年代前半については意外に悪くはないと見ています。二〇二〇年代になると、急に崖から落ちてしまうような見方をされる方もお

られるかもしれませんが、私どもは、そのようなことはないと考えており、こうした見方についてはかなり自信を持っているところです。

五、市場の見通し

海津 次に、高田さんから順に、今年の市場の見通しについてお考えをお聞かせいただきたいと思っています。

高田 日本株の見通しについて申しますと、三万円に届くといった景気の話がありますが、そこまでは行かないにしても、二万六〇〇〇円〜二万七〇〇〇円辺りまでは、ある程度視野に入ってもおかしくありません。日本企業の業績は非常に好調であり、二〇一九年はさらに上振れする可能性があります。このため、二万六〇〇〇円〜二万七〇〇〇円台を考えても、それほど極端な割高で

はないと見ています。

為替については、今のアメリカ経済の状況、今後の利上げの見通し、財政赤字の状況などを勘案しますと、理屈上は、ある程度ドル高が進むシナリオになるのではないかと見ています。具体的には、一ドル＝一一五円～一一六円辺りが展望されるのではないかと思っています。しかし、先ほど熊谷さんがおっしゃいましたように、通商問題を背景として、ドル安圧力が持ち上がってくる懸念は私も抱いているところです。この場合には、一〇円を多少とも割る水準まで円高が進む可能性があり、理屈上で見込まれる一〇〇円台から一一〇円台の半ば辺りのところで、今年の為替は動くのではないかと見ています。

嶋中 資料16ページの表1をご覧ください。三菱UFJモルガン・スタンレー証券景気循環研究所では、今後の経済成長率について、二〇一七年度は

二・一％、二〇一八年度は一・八％と予測しています。消費者物価上昇率は、二〇一八年度は一・八％で、年度後半に二％に近づく予測しています。やや強気ですが、これは、原油価格の上昇がタイムラグを伴って消費者物価を引き上げると考えているためです。この場合、日銀が二〇一九年春頃に量的・質的金融緩和の出口に向うかもしれないという疑心暗鬼が、二〇一八年後半頃に出てくる可能性があります。

なお、実際に日銀が出口に向って動くかという点に関しては、私は、二〇一八年中は動きづらいつではないかと見ています。この場合、ドル高・円安が進み、夏場までで一一五円、あるいはもう少し円安になるのではないかと思います。なお、アメリカ経済は、二〇一九年には失速するのではないかという臆測が出てくる可能性があります。他方、日銀は、二〇一九年に入ったところで、出

口に向って動くと思われるかもしれませんが。この場合、二〇一八年後半に、一ドル＝一一〇円ぐらゐまで円高・ドル安が進む可能性があります。

株価につきましては、表4のとおり、いずれも高値で、二〇一八年一〇—十二月期に二万七〇〇〇円、二〇一九年一—三月期に二万九〇〇〇円があるかもしれないと考えています。他の皆さんよりやや強気かもしれませんが。アメリカのニューヨークダウは、既にかなり高くなっておりますが、夏頃に二万七〇〇〇ドルを突破し、その後、中東情勢などを背景に、一旦、調整局面が起きると見えています。そのような中、日本株は一旦下がると見えます。そのようなか、日本の株価が上がるかもしれませんが、その後、日本の株価が上がって、久々に、日本の株価とアメリカの株価が交差することになると思います。よい状態がアメリカから日本に移ってきたと、皆が思う年になるのではないかと考えています。

熊谷 株価については、年末で二万七〇〇〇円と予想しています。二〇一八年度の企業収益の見込みを踏まえ、EPSを一六九三円とし、これにPER一五倍を掛けますと、二万五四〇〇円、二万五五〇〇円という数字が出てきます。さらに、二〇一九年度の企業収益の見込みを織り込んで、EPSを一七九四円とし、これにPER一五倍をかけますと、二万七〇〇〇円という高値が算出されます。

為替に関しては若干幅がありますが、おおむね一〇五円から一一五円程度のレンジで動くのではないかと見えています。アメリカが利上げをする一方、日本は金融緩和を続けると見込まれますので、素直に見れば、緩やかなドル高・円安が進み、一ドル＝一一五円程度に向かうことが予想されます。他方、中期で見た時のフェアバリューとして、絶対的購買力平価に着目しますと、一ド

ル＝一〇〇円台前半が適正水準であると言えま
す。

また、貿易摩擦のリスクがあることに加えま
して、日銀が予想外に早いタイミングで出口をにら
み始めるリスクもあります。昨年二月初旬に、
黒田総裁が講演された時、私は、「最近リバーサ
ルレートに言及されているが、お考えが変わった
のか」と質問しました。それに対し、総裁は、
「決して考えは変わっていない」と丁寧にご説明
されました。しかし、その数日後に、別の講演会
で、総裁は、わざわざリバーサルレートを取り上
げて説明されていました。このようなことから、
総裁が頭の中のどこかで、量的・質的金融緩和か
らの出口を意識し始めておられるのかもしれない
と感じた次第です。

リスク要因に関して申しますと、リスクは専ら
海外にあると見ています。一つ目はアメリカで適

温経済が崩れ、想定外のインフレが発生するリス
クです。これが最大のリスク要因であると言えま
しょう。米国の株価は非常に割高なので、急落す
ることもあり得ます。とりわけ、中東情勢が悪化
し、輸入原油の価格が上がるようなことが起きる
と、要注意です。二つ目は、トランプ政権が機能
不全に陥るリスクです。今のトランプ政権は、親
戚と軍人とビジネスマンによって運営されてお
り、非常にバランスが悪くなっています。三つ目
は、今すぐではないにせよ、将来、中国で過剰債
務問題が深刻な調整を引き起こすリスクです。四
つ目は、アメリカと北朝鮮の間で軍事衝突が起き
るリスクです。このリスクは、一般国民が考えて
いるより蓋然性が高いのではないかと思えます。
五つ目は、BREXITに関して、クリフエツ
ジのシナリオに対して警戒が必要だということだ
す。

海津 株価につきましては、二〇一八年度、二〇

一九年度と、企業業績が増益の軌道を歩むことがかなりの確度で見込めますので、基本的には二〇一八年も強いと思っています。二万五〇〇〇円〜二万六〇〇〇円には当然届くと思いますし、上振れた場合は、二万七〇〇〇円もあるかもしれないと思います。なお、今年中に三万円に届くという意見もありますが、そこまで行きますと、やや強気過ぎるのではないかと思っています。

為替に関しては、今年は膠着状態で推移すると見ており、一〇八円から一一六〜七円程度の範囲の中で動くのではないかと思っています。日米の金利差だけを考えますと、ドル高・円安になってもおかしくないのですが、共和党政権の下では、ドルがピークをつけ、その後、やや弱くなるという傾向がありますので、このような面も勘案しなければならぬと思っています。

日銀が量的・質的金融緩和の出口を探るような動きが出てくるのは、二〇一九年に入ってからになるとと思いますが、二〇一八年後半頃になりますと、この面で少し思惑が出てくるかもしれません。最近一週間を振り返りましても、日銀が長期国債の買い入れ額を減らすとか、中国がアメリカ国債の買い入れを少し手控えるなどの話が流れただけで、為替は三円ほど円高に振れました。日米の金利差が円安をサポートしてくれると思います。が、一二〇円ないしこれを超えるような円安が実現するかと申しますと、それは難しいのではないかと思います。

今日は、ほとんど政治の話が出ておりませんので、あえて最後に若干つけ加えたいと思います。今年九月に自民党総裁選挙が予定されています。安倍首相は通常国会が終わった後に、意思を表明するとおっしゃっていますが、三選を目指してお

られることは疑いがないところです。憲法改正問題が大きく取り上げられることになるでしょう。

今年四月に黒田総裁の任期が満了した後、後任の日銀総裁をどなたにするのが注目されています。そう遠くないうちにはつきりすると思います。私は、黒田総裁が再任されるのではないかと思っています。日銀が取り組んでいる二%の物価目標は、日銀と政府の間の約束です。一%ないしそれを少し超えたぐらいで、出口に向かうようなことはないし、政治的な観点からも、今年九月の自民党総裁選挙前に本格的に出口を目指すことは考えられないように思います。日銀の出口戦略がマーケットに大きく影響してくるのは、二〇一九年以降ではないかと考えています。

北朝鮮有事に関しては、先ほど熊谷さんもおっしゃっていましたが、一般的に考えられているように、有事が発生する可能性が高いと思います。こ

れを定量的な予測に織り込むことは困難ですが、定性的にはマーケットを冷やす可能性が出てくると思います。アメリカと北朝鮮の軍事力の間には、圧倒的な差がありますので、数ヶ月にもわたって軍事衝突が続くようなことは考えられませんが、いったん衝突が起きても、それほど長く尾を引くようなことはないのではないかと思います。

本来であれば、会場からも少し御質問をお出しただきたいと思っておりましたが、これまでの議論で、予定された時間を丸々使ってしまった。今回に関しましては、質疑応答は行わないこととさせていただきます、これで討論を終わらせていただきますと思います。

以上でございます。(拍手)

増井理事長 皆様のお話を伺いまして、今年はい年になりそうだという感じがしております。来

年もこのような討論会を開催したいと考えておりますので、引き続きよろしくお願いいたします。

四人のエコノミストの皆様、本当にありがとうございます。
ございました。(拍手)

(かいづ まさのぶ・野村證券金融経済研究所
シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー)

(くまがい みつまる・大和総研常務執行役員調査本部副本部長
チーフエコノミスト)

(しまなか ゆうじ・三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与
景気循環研究所長)

(たかだ はじめ・みずほ総合研究所専務執行役員調査本部長
チーフエコノミスト)

(本稿は、平成三〇年一月一五日に開催した「新春討論会」での
討論の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

海 津 政 信 氏

略 歴

1975年野村総合研究所入社。同社企業調査部次長、投資調査部長などを経て、1997年野村証券金融研究所投資調査部長。2000年同社金融研究所副所長兼企業調査部長。2002年同社経営役金融研究所長。2004年同社経営役金融経済研究所長。2007年同社経営役金融経済研究所チーフリサーチオフィサー。2012年より現職。

熊 谷 亮 丸 氏

略 歴

1989年日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行調査部シニアエコノミストなどを経て、2005年メリルリンチ日本証券チーフ債券ストラテジスト。2007年大和総研シニアエコノミスト。2010年同社チーフエコノミスト。2014年同社執行役員チーフエコノミスト。2015年同社執行役員調査本部副本部長チーフエコノミスト。2017年より現職。

嶋 中 雄 二 氏

略 歴

1978年三和銀行（現三菱東京 UFJ 銀行）入行。1997年三和総合研究所主席研究員。2006年三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング主席研究員 投資調査部長。2007年三菱 UFJ 証券参与 景気循環研究所長、2010年より現職。

高 田 創 氏

略 歴

1982年日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行市場営業部、審査部などを経て、1997年興銀証券市場営業グループ投資戦略部チーフストラテジスト。2000年みずほ証券執行役員チーフストラテジスト。2011年みずほ総合研究所常務執行役員調査本部長チーフエコノミスト。2017年より現職。